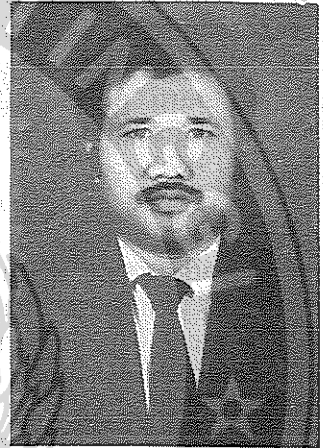


TINJAUAN JURIDIS TENTANG AKUISISI PERUSAHAAN SATU GROUP DALAM KAITANNYA DENGAN PASAR MODAL

Oleh : Munir Fuady*

Umumnya para pakar dan praktisi berpendapat bahwa perangkat hukum yang ada sekarang tidak berdaya mengatur praktek trick-trick bisnis yang berkaitan dengan akuisisi satu group. Padahal diketahui berbagai cacat atau aspek negatif akuisisi satu group untuk itu peran hukum seyogyanya mengatur dan mengawasi secara ketat, dalam upaya melindungi pihak yang potensial untuk dirugikan, seperti pemegang saham minoritas. Pengembangan teori dan pranata hukum hendaknya lebih imaginatif dan partisipatif, tidak hanya bersandar pada KUHD dan KUH Perdata. Hal tersebut juga harus didukung para penegak dan otorita hukum perlu ditingkatkan peranannya.



Pendahuluan

Cukup banyak perusahaan yang sudah go public melakukan akuisisi, bahkan akuisisi di antara perusahaan satu group yang sampai bernilai triliun rupiah. Menurut data dari PDBI, dari periode 1989 sampai Juli 1992, telah terjadi tidak kurang dari 64 kali akuisisi perusahaan publik dengan total nilai sebesar Rp 3,925 triliun. Hanya 9 buah diantaranya yang bukan akuisisi satu group. (S.W.A. Sembada, 5/VIII, 1992 : 124). Tidak pula dapat disangkal, bahwa begitu besar dampak negatif dari akuisisi satu group jika tidak diatur secara jelas, tegas dan *predictable*. Karena itu tidak mengherankan jika sekarang ini timbul berbagai cemoohan terhadap akuisisi satu group sebagai *akuisisi*

* Disampaikan pada Seminar Akuisisi dan Dampak Globalisasi Terhadap Pasar Modal Indonesia, diselenggarakan ILUNI Program Magister Manajemen, tanggal 25 Agustus 1992, di Le Meridien Hotel, Jakarta.

pat gulipat, akuisisi akal-akalan, akuisisi semu, akuisisi rekayasa finansial, akuisisi sim salabim, dan sebagainya. Tanpa regulasi hukum tentang hal ini, maka dunia bisnis kita mirip hutan belantara yang terhadapnya berlaku hukum rimba, tempat bersarangnya para tarzan dan kanibal, tempat di mana yang besar melahap yang kecil semau-maunya. Inilah keadaan bisnis akuisisi di negeri kita dewasa ini.

Akuisisi yang berasal dari kata Inggris "*acquisition*", dalam dunia bisnis berarti "pengambil alihan suatu perusahaan oleh perusahaan lain, biasanya dicapai dengan membeli saham biasa perusahaan lain". (Peter Salim, 1989: 2).

Kita mengenal dua macam akuisisi, yaitu *strategic acquisition* dan *financial acquisition*. Akuisisi strategis biasanya dilakukan untuk mendapatkan sinergi yang lebih baik, sehingga berlaku rumus $1 + 1 = 3$. Jadi, tujuannya adalah untuk keuntungan jangka panjang, tanpa terlalu melihat pada peningkatan produktifitas perusahaan. Dalam hal ini berlaku rumus $1 + 1 = 2$ plus, yakni plus dana miliaran dollar yang masuk ke kantong para *Corporate Raiders*. Apa yang dikenal dengan *Leveraged Buyout (LBO)* termasuk dalam kategori akuisisi finansial, yang sering dikecam karena sama sekali tidak bermanfaat bagi perekonomian secara global. Namun, praktek akuisisi satu group di negeri kita dewasa ini tidak lain dari "LBO sempalan", karena para pelakunya sama sekali tidak menkhususkan diri dan bahkan mungkin tidak mengetahui sama sekali tehnik-tehnik rekayasa akuisisi finansial, tetapi lebih merupakan pelaku-pelaku ekonomi yang dengan memanfaatkan kelemahan hukum yang ada, ingin meraih keuntungan finansial miliaran dollar ala LBO tadi.

Dampak Negatif Dari Akuisisi Satu Group

Di samping dampak positifnya, cukup banyak terdapat dampak negatif dari akuisisi satu group di mana masalahnya sangat kasuistis. Memang benar ucap-ucap bahwa *nothing wrong with acquisition itself* tetapi ada "*something wrong*" dari akuisisi satu group seperti yang dipraktekkan sekarang. Di antara dosa-dosa dari pelaku akuisisi satu group adalah terdapatnya *conflict of interest*, yaitu kepentingan sebagai pemegang saham mayoritas pada perusahaan pengakuisisi sebagai pembeli dengan kepentingannya selaku pemegang saham mayoritas pada perusahaan target sebagai penjual.

Karena penjual dan pembeli pada hakekatnya beraada dalam satu

tangan, maka sebenarnya terdapat "cacat hukum" dari suatu akuisisi satu group, sehingga karenanya dari sudut pandang ini by the operation of law, akuisisi tersebut mestinya dapat dianggap batal. Cacat hukum tersebut mestinya dapat dianggap batal. Cacat hukum tersebut timbul berhubung transaksi saham dalam akuisisi merupakan suatu perjanjian, yang dengan demikian haruslah tunduk pada sendi-sendi hukum perjanjian kita yang terdapat dalam buku ke III KUH Perdata. Antara lain ditentukan tentang keharusan adanya sedikit-dikitnya dua pihak untuk sahnya perjanjian tersebut (*vide pasal 1313 KUH Perdata*).

Dengan alasan ini saja, pihak pemegang saham minoritas seyogyanya secara hukum sudah dapat menggugat ke Pengadilan untuk batalnya tindakan akuisisi satu group, terlebih lagi jika terdapatnya unsur-unsur pengelabuan, kurang terbukanya informasi, harga yang tidak layak, cacat tersembunyi dari perusahaan target, atau hal-hal lain yang menimbulkan *damages* bagi orang lain.

Bahkan tanpa melihat kepada alasan-alasan tersebut, sebenarnya pihak pemegang saham minoritas layak diperhatikan kemauannya, karena kalau seorang pemegang saham perusahaan A yang mempunyai kegiatan usaha di bidang tertentu, apapun alasannya, tentu tidak dapat dipaksakan untuk memegang saham dari perusahaan lain, atau dari perusahaan yang bergerak di bidang lain, ataupun yang berusaha secara lain. Jika paksaan itu terjadi secara kasar atau halus, seperti dengan akuisisi, tentu pada prinsipnya yang bersangkutan secara legal dapat menolaknya.

Dosa lain dari akuisisi satu group, karena dengan demikian berarti pemegang saham mayoritas "menyedot" dana dari perusahaan publik yaitu dari perusahaan pengakuisisi dan dana tersebut masuk ke dalam kantong pribadinya. Hal ini mirip dengan penggelapan dana perusahaan publik yang, dilihat dari segi ini, akuisisi seperti itu mirip dengan tindak pidana penggelapan (*vide pasal 372 KUH Pidana*). Apalagi jika terdapat *victimised feeling* dari pemegang saham minoritas. Inilah salah satu versi kejahatan berdasi yang lebih dikenal dengan *white collar crime*. Di pasar modal terkenal seperti di Wall Street, diseretnya para pelaku akuisisi ke penjara tidak merupakan hal yang luar biasa.

Pendanaan akuisisi sering dilakukan dengan *right issue* dari saham perusahaan pengakuisisi ataupun dengan pinjaman dari pihak ketiga atau dari publik. Ini adalah dosa lain dari akuisisi. Sebab, dengan mengisukan kembali saham, akan terjadi *dilution*, di mana harga saham di pasar akan turun, di samping juga deviden akan menurun, atau

setidak-tidaknya nilai riil sahamnya akan berkurang. Sedangkan jika pendanaan dengan pinjaman dari pihak lain atau dari publik, maka tentu beban pembayaran hutang ada di pundak perusahaan publik sehingga mengurangi profitnya.

Jika perusahaan target belum go publik, tetapi karena setelah akuisisi perusahaan target akan dimiliki oleh perusahaan publik, maka apa yang terjadi sebenarnya adalah *back door listing* dari perusahaan target tersebut, yaitu go publik tanpa listing, yang hasilnya digunakan untuk kepentingan pribadi pemegang saham mayoritas. Dalam ilmu hukum hal seperti ini disebut "penyelundupan hukum", yang seyogyanya tidak dapat dibenarkan.

Tetapi walaupun go publik tanpa listing seperti itu diperbolehkan, setidaknya terhadap perusahaan target harus dibebankan kewajiban-kewajiban seperti *full and fair disclosure*, keharusan adanya prospektus yang benar (bukan hanya sebagai pemolesan lipstik di bibir), dan lain-lain. Jika tidak demikian, maka hal tersebut tetap merupakan go public lewat pintu belakang yang *tidak fair*.

Apabila motif dari akuisisi satu group karena perusahaan target sudah atau akan mempunyai prospek yang kurang bagus, kemudian dijual ke perusahaan publik dengan harapan biarlah perusahaan publik yang menanggung risikonya. Ini berarti perusahaan publik *mensubsidi* perusahaan yang lagi sakit disamping mempertebal kantong pribadi pemegang saham mayoritas. Ini tentu merupakan dosa yang lain lagi dari akuisisi. Artinya, sewaktu perusahaan target berprospek bagus, ingin dinikmati sendiri oleh pemegang saham mayoritas, sebaliknya ketika anjlok dipikulkan kepada publik. Habis manis sepah dibuang.

Menurunnya prospek perusahaan target dari segi bisnis tentu banyak sebabnya, misalnya karena dicabutnya monopoli produk tertentu oleh pemerintah, yang selama ini diberikan terhadap perusahaan target. Apabila hal seperti ini memotivasi akuisisi satu group, maka seyogyanya akuisisi tersebut tidak dibenarkan, karena tidak memenuhi kriteria *business purpose* seperti yang akan dijelaskan lebih lanjut.

Dengan akuisisi juga potensial untuk terjadinya monopoli pasar, misalnya karenanya akan menimbulkan penguasaan pangsa pasar 40% atau lebih. Untuk akuisisi seperti ini tidak layak diberikan izin akuisisi, apalagi mengingat keadaan peraturan di negeri kita tentang monopoli dan *antitrust*, mungkin karena *lobby* yang kuat oleh pemonopoli, sekarang ini sepertinya didiamkan begitu saja tanpa aturan. Sangat disayangkan. Tentang penggunaan uang akuisisi oleh penjual saham

(pemegang saham mayoritas) juga harus jelas. Apabila uang tersebut, misalnya, akan dibawa ke luar negeri (*capital flight*), maka itu merupakan dosanya yang lain lagi, dan pelarian modal tersebut pantas dilarang. Karena ini berarti, uang publik di Indonesia dilarikan ke luar negeri.

Sungguhpun uang tersebut sudah disulap menjadi milik pribadinya, karena uang tersebut berasal dari keringat publik, atau karena akan menjadi beban utang perusahaan publik (perusahaan pengakuisisi), maka apabila dilarikan ke luar negeri, setidaknya-tidaknya masih bisa dipertanyakan di manakah tanggung jawab moralnya kepada bangsa Indonesia ini.

Mengingat begitu banyak dosa yang terbit dari akuisisi satu group, maka adalah lebih baik akuisisi yang demikian dilarang saja, atau setidaknya-tidaknya diatur dan diawasi secara super ketat, tanpa memberi peluang kepada pelaku-pelaku ekonomi untuk melakukan tindakan *avonturir* dengan bermain pat gulipat.

Perlindungan Pemegang Saham Minoritas

Telah disinggung bahwa Indonesia merupakan surga bagi pelaku akuisisi yang tidak fair. Meskipun akuisisi - per se - bukan merupakan "syaitan terkutuk", tetapi pengaturannya yang *jelimet* tetap diperlukan agar tidak ada satu pihakpun yang dirugikan karenanya. Pemegang saham minoritas adalah para pihak yang sangat rawan eksploitasi.

KUHD kita tidak mengatur tentang akuisisi, karena KUHD sendiri sudah cukup tua *bangka* -- dibuat $\pm 1 \frac{1}{2}$ abad yang lalu. Karena dengan akuisisi terjadi jual beli saham, maka hal tersebut harus tunduk pada hukum tentang jual beli dalam buku III KUH Perdata. Sehingga, prinsip kebebasan berkontrak dapat menjadi dasar hukum dari transaksi saham dalam rangka akuisisi.

Jika yang melakukan akuisisi adalah bank, terdapat beberapa peraturan yang secara sporadis telah mengaturnya, seperti Keputusan Menteri Keuangan No. 278/KMK 01/1989, tentang Peleburan Usaha dan Penggabungan Usaha Bank, dan Surat Edaran Bank Indonesia No. 12/15/BPPP, 25 Desember 1989, tentang Peleburan Usaha dan Penggabungan Usaha Bagi Bank Umum Swasta Nasional, Bank Pembangunan dan Bank Perkreditan Rakyat. Tetapi terhadap akuisisi perusahaan publik bukan bank, belum ada regulasinya yang rinci.

Bagaimanapun juga, unsur *fairness* dalam akuisisi tetap mesti

dijaga. Fairness di sini bisa melingkupi baik fair dealing maupun fair price. Unsur fair dealing melihat kepada prosedurnya, meliputi pertimbangan apakah jual beli saham tersebut dilakukan dalam waktu yang ideal, bagaimana strukturnya, negosiasinya, unsur *fair disclosure*-nya, bagaimana cara voting pemegang saham, peranan direktur, dan lain-lain.

Sedangkan untuk menentukan fair price, meliputi pertimbangan ekonomi dan finansial sesuai dengan teori-teori yang berlaku untuk itu, dengan misalnya, mempertimbangkan faktor *assets*, *market value*, *earnings*, *future prospects* dan lain-lain.

Fair price ini menjadi sangat krusial jika pihak pembeli merangkap juga sebagai penjual, seperti pada akuisisi satu group, dengan mendongkrak dan merekayasa harga setinggi-tingginya agar pemegang saham mayoritas bisa mendapatkan *cash* yang sebesar-besarnya dengan beban perusahaan publik. Tetapi harga yang kelewat rendah jua akan mengurangi pendapatan pemerintah dari sektor penerimaan pajak. Di samping itu unsur fair price ini juga diperlukan manakala pemegang saham minoritas yang tidak setuju dengan akuisisi yang bersangkutan ingin menjual kembali seluruh sahamnya kepada perusahaan pengakuisisi. Dalam hal ini, seyogyanya ada ketentuan yang mewajibkan perusahaan untuk membeli kembali saham tersebut. Harus ada peraturan yang tegas untuk itu, mengingat bagi suatu perusahaan terbatas di Indonesia, ada kewajiban menempatkan seluruh saham dalam tenggang waktu tertentu (pasal 50 KUHD), yang oleh Departemen Kehakiman, waktu tersebut biasanya diberikan 10 tahun setelah PT disahkan, meskipun waktu tersebut dapat diperpanjang. Dengan demikian, tidak dibenarkan PT mempunyai saham portepel setelah itu. Kewajiban membeli kembali saham oleh emiten tentu akan berbenturan dengan ketentuan yang bersangkutan.

Tetapi, walaupun masih dalam jangka waktu 10 tahun tersebut, maka sungguhpun persyaratan penurunan modal dalam Anggaran Dasar standar Departemen Kehakiman disyaratkan RUPS dan pengumuman di Berita Negara dan di surat kabar, tetapi pengesahan Menteri Kehakiman untuk pembelian kembali saham oleh PT dalam praktek tidak dapat diberikan.

Sebagai *way out* dari masalah ini, dapat ditempuh dua cara, apakah dengan merubah pasal 50 KUHD dengan peraturan lain, maupun *policy* DEpartemen Kehakiman selama ini, ataupun untuk sementara (sebelum adanya UU), kewajiban membeli saham tersebut dibebaskan kepada

pemegang saham mayoritas, karena umumnya dialah yang sangat berkepentingan dengan akuisisi satu group tersebut.

Hanya saja, dengan diaturnya hal tersebut di tingkat UU, yang dibuat oleh pemerintah dan DPR, belum ada jaminan bahwa kualitas aturan tersebut akan lebih baik. Pengalaman jelek tentang salah kaprahnya pemerintah dan DPR adalah dalam membuat UU No. 14/1992 tentang Lalu Lintas dan Angkutan Jalan Raya, yang membuat suasana begitu runyam, menunjukkan betapa minimnya pengetahuan, keterampilan dan integritas dari DPR dan pemerintah dalam membuat UU.

Pembentukan suatu *Audit Committee* yang independen oleh pemerintah juga perlu dipikirkan. Paling tidak, jika ada pihak yang tidak puas, misalnya dengan penetapan harga, dia dapat mengajukan keberatan terhadap komite tersebut. Ini dapat menjadi semacam *appraisal right* bagi pemegang saham minoritas yang keberatan dengan harga pembelian saham, yang di negara lain terkadang hal ini dilakukan oleh Pengadilan. *Audit Committee* ini dapat pula menjadi *second opinion* bagi pemerintah, atau bagi publik dalam menemukan nilai keadaan yang sebenarnya dari perusahaan target.

Kecuali itu, jika ada pihak yang dirugikan oleh akuisisi yang tidak fair, tidak tertutup kemungkinan baginya untuk menuntut haknya ke pengadilan karena adanya *tort* (1365 KUH Perdata), yang menyebabkan yang bersangkutan dapat memperoleh ganti rugi, atau bahkan memperoleh perintah pengadilan untuk membatalkan/melarang akuisisi itu sendiri. Bahkan di negara lain, seperti USA, hakim dapat menerapkan doktrin *shifted burden of proof* terhadap akuisisi satu group; di sana misalnya dalam bentuk *controlled merger*. Hanya saja, karena prosedur pengadilan kita masih tergolong parah, maka beracara di pengadilan tentu tidak merupakan *the best choice* bagi pemegang saham minoritas. Karena itu, kita perlu mencari mekanisme lain yang lebih baik.

Dalam hubungan dengan asas *procedural fairness*, maka mekanisme RUPS dari PT pengakuisisi memerlukan formula-formula khusus. Hakikat RUPS selama ini yang hanya untuk tujuan dekoratif patut kita tinggalkan.

Terhadap hal ini, pada hemat penulis, formula yang paling tepat adalah menerapkan mekanisme "RUPS berlapis", yang dikenal juga dengan *majority-minority approval*. Pada prinsipnya, dengan RUPS berlapis, seluruh suara pemegang saham, termasuk yang minoritas, harus

didengar. Dalam hal ini, pemegang saham mayoritas wajib abstain dalam RUPS I. Yang berhak voting adalah pemegang saham minoritas dengan pemberlakuan asas *super majority* dalam pengambilan keputusan, biasanya sebanyak 2/3 suara, bahkan bisa lebih besar. Kemudian diadakan RUPS II untuk mengesahkan RUPS I, dengan mekanisme seperti RUPS biasa, dan semua pemegang saham berhak voting yang keputusannya dapat saja diambil dengan hanya memakai asas *simple majority* (50% plus satu suara), atau seperti yang disebut dalam Anggaran Dasar yang bersangkutan. Perlunya RUPS II ini untuk menghindari kesewenang-wenangan/tirani dari minoritas. Dengan demikian prinsip *majority rule and minority rights* masih dapat dipertahankan. Sistem RUPS berlapis ini sangat sesuai dengan prinsip musyawarah yang menjadi kebanggaan bangsa kita, dan juga tidak bertentangan dengan sistem *corporate law* kita yang bersumber dari KUH Dagang. Akuisisi yang fair adalah akuisisi yang harus memenuhi unsur-unsur keadilan, yang kristalisasinya berupa pemberian kepada seseorang sebatas yang layak diperolehnya menurut haknya itu. Karena itu, agar pemegang saham mayoritas tidak mendapatkan apa yang melebihi haknya, perlu diterapkan asas "hilangnya porsi riil", artinya berapa sebenarnya porsinya hilang dari akuisisi satu group, itulah yang harus dibayar kepadanya. Misalnya dia itu pemegang 60% saham perusahaan target dan juga pemegang 80% saham perusahaan pengakuisisi. Maka dengan akuisisi seluruh sahamnya pada perusahaan target tidaklah berarti dia akan mendapat 60% dari nilai perusahaan target. Porsi rielnya yang hilang hanya sebesar $60\% - (80\% \times 60\%) = 12\%$ dari nilai seluruh perusahaan target. Sebab dia masih tetap mendapat 48% lainnya dari nilai perusahaan target berhubung kedudukannya sebagai pemegang 80% saham perusahaan pengakuisisi. Jika dia menerima melebihi haknya yang cuma 12% tersebut, berarti itu tidak fair, karena dia telah menerima apa yang melebihi haknya. Ini merupakan tindakan memperkaya diri secara tidak sah, yang oleh hukum manapun di dunia ini tidak diperkenankan. Metode perhitungan dalam "hilangnya porsi riil" ini tentu dapat dikembangkan selanjutnya menurut teori-teori akuntansi modern.

Di samping itu, kriteria *business purpose* hendaknya juga diberlakukan terhadap akuisisi. Jika suatu akuisisi menurut perhitungan yang obyektif tidak bermotifkan untuk, atau tidak mengakibatkan penambahan sinergi, atau bukan untuk kepentingan-kepentingan bisnis lainnya yang dapat menguntungkan perusahaan pengakuisisi, maka

tindakan akuisisi tersebut jelas hanya akal-akalan dan karenanya pantas dilarang.

Penutup

Terlihat begitu banyak pekerjaan rumah yang harus dikerjakan Bapepam, Departemen Keuangan maupun DPR dalam hubungan dengan akuisisi satu group. Mengherankan sekali bahwa mereka, terutama Bapepam, selama ini seakan lesu darah dan hanya "bengong-bengong" saja. Kita mengusulkan agar walaupun keberadaan akuisisi satu group tidak dilarang saja untuk sementara, dan itu tentu masih dalam kewenangan Bapepam selaku pengawas dan otoritas bursa efek.

Tindakan Bapepam yang hanya berpangku tangan dan tidak mengawasi masalah dan berdampak sangat negatif bagi kepercayaan investor terhadap bursa kita sekarang ini memang masih sakit. Bila investor publik terus menerus *dipecundangi* oleh emiten yang haus darah dan dibiarkan saja oleh Bapepam, maka investor nanti akan menyamakan *go publik* dengan *go to hell*, sehingga kita saksikan suatu masa di mana bursa efek kita harus hidup *Senin-Kamis*, atau bahkan bubar sama sekali.

Daftar Pustaka

1. Corley, Robert N dan Robert, William J., *Principles of Business Law*, New Jersey, Prentice-Hall Inc., 1971.
2. Fatah, Nur, MBA dan Alwi, Syarifuddin, DRS., *Pembelanjaan Perusahaan*, Yogyakarta: Andi Offset, 1989.
3. Salim, Peter, *Applied Business Dictionary*, Jakarta: Modern English Press, 1989.
4. Subekti, Prof. Dr. SH, *Kitab Undang-undang Hukum Dagang*, Jakarta: PT. Pradnya Paramita, 1985.
5. _____, *Kitab Undang-undang Hukum Perdata*, Jakarta: PT. Pradnya Paramita, 1974.
6. Beberapa jurnal, majalah dan surat kabar.